

海南机场 (600515.SH)

主业复苏地产去化, 关注后续海南封关进展

增持

核心观点

2023年扣非净利润略好于预告上限, 同比扭亏为盈。2023年, 公司实现营业收入67.62亿元/+43.84%; 实现归母净利润9.53亿元/-48.57%, 处业绩预告区间内(8-12亿元), 同比下滑系2022年同期冲回南海明珠二期项目非经贡献18.64亿影响; 实现扣非净利润4.67亿元/同比扭亏为盈, 高于业绩预告区间(2.8-4.2亿元), EPS0.08元/股。2023Q4, 公司收入22.25亿元/+27.35%, 地产等业务推动; 归母净利润1.63亿元/+6.75%; 扣非业绩亏1.65亿元, 同比减亏, Q4扣非亏损与地产相关税费增加和计提年终奖等增加相关。

2023年机场强劲复苏, 地产项目结转收入大增, 非经基数扰动。2023年, 公司机场业务强劲复苏, 核心三亚凤凰机场客流同增129%, 较2019年增8%; 整体机场管理收入同增约96%, 较2019年增长14%。同时, 公司地产收入30.05亿元/+45%, 地产分部利润总额9.14亿元, 同增507%, 助力全年表现。

2023年免税相关收益估算同比增长18%。公司日月广场海控和中免免税店租金收益0.99亿元/+9% (海南免税渐进复苏, 但公司对中免日月广场店租金扣点提升); 美兰机场免税店投资收益0.67亿元/+49%, 主要系机场客流复苏贡献; 三亚机场租金2.25亿元与相应免税店投资收益0.15亿元, 估算可比增15%, 相对平稳。2023年, 公司参股或提供租赁物业的5家离岛免税店线下销售额约72亿元, 占海南岛内12家免税店免税销售额比例约16%。

今年一季度机场客流稳定增长, 机场扩容改造。今年1-3月, 公司旗下机场起降架次同比-8.11% (预计与三亚机场三期扩建阶段时刻减少相关), 但游客吞吐量和货运吞吐量仍同比增长2.96%、2.95%, 稳定增长。考虑去年9月底, 三亚机场免税店经营面积增加6000平米, 品类SKU丰富下有望助力今年免税收益提升。三亚凤凰机场三期扩容工程预计有望2025年底完成, 客流承载力将提升30%达到3000万人次, 且三亚机场三期未来不排除商业面积进一步增加, 推出公司机场商业收益提升。同时, 伴随此前美兰T2扩容潜力逐步释放, 美兰机场客流仍有望带来持续增长, 进而对其免税收益有一定助力。此外, 海南正有序推进封关建设前期工作, 国际知名品牌落子及世界级休闲度假区打造有望进一步提升其全球地位。公司拥有海南自贸港关键机场卡位和海口日月广场免税标杆商业资源等核心优势, 中线有望直接受益。

风险提示: 政策、自贸港建设不及预期, 偿债风险, 消费复苏不及预期等。

投资建议: 综合海南免税整体渐进复苏情况 (兼顾日月广场免税店受新海港分流较明显等影响), 兼顾地产去化节奏, 下修公司2024-2026年EPS为0.10/0.13/0.14亿元 (此前2024-2025年为0.14/0.17亿元, 新增2026年预测), 对应动态PE为32/27/24x。作为海南自贸港建设的核心受益标的, 伴随海南2025年底封关节奏逐步临近, 公司在海南的机场、市内等稀缺卡位未来中线有望享有一定确定性溢价。综合其目前估值水平和公司作为海南自贸港建设龙头的流量卡位优势, 维持“增持”评级。

公司研究·财报点评

社会服务·旅游及景区

证券分析师: 曾光 0755-82150809
zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003

证券分析师: 钟潇 0755-82132098
zhongxiaoyao@guosen.com.cn
S0980513100003

证券分析师: 张鲁 010-88005377
zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

联系人: 杨玉莹 0755-81982942
yangyuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	3.35元
总市值/流通市值	38275/30740百万元
52周最高价/最低价	4.74/3.31元
近3个月日均成交额	121.76百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《海南机场(600515.SH)-单三季度主业延续高景气, 海南旅游旺季拉开序幕》——2023-10-30

《海南机场(600515.SH)-上半年主业经营回暖, 海南自贸港卡位优势持续巩固》——2023-08-23

《海南机场(600515.SH)-2022年承压下聚焦主业, 自贸港卡位龙头迎复苏成长》——2023-04-22

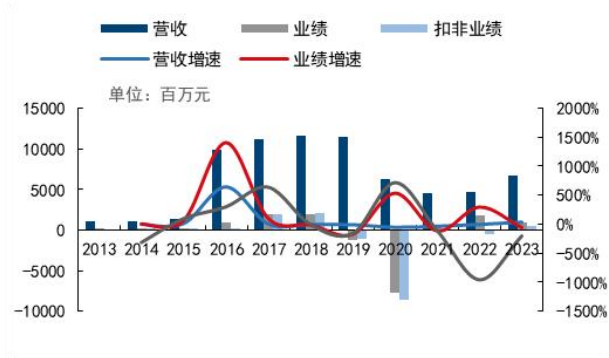
《海南机场(600515.SH)-重整后聚焦“机场+免税”, 关键卡位享海南自贸港成长红利》——2022-11-03

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,701	6,762	7,308	8,128	8,987
(+/-%)	3.9%	43.8%	8.1%	11.2%	10.6%
净利润(百万元)	1856	953	1187	1418	1597
(+/-%)	300.7%	-48.7%	24.6%	19.5%	12.6%
每股收益(元)	0.16	0.08	0.10	0.12	0.14
EBIT Margin	6.5%	26.3%	26.5%	27.8%	28.4%
净资产收益率 (ROE)	8.3%	4.1%	5.0%	5.7%	6.1%
市盈率 (PE)	20.6	40.2	32.3	27.0	24.0
EV/EBITDA	95.7	30.5	28.5	25.1	22.8
市净率 (PB)	1.71	1.66	1.60	1.53	1.47

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 海南机场年度收入、归母净利润及扣非净利润增速



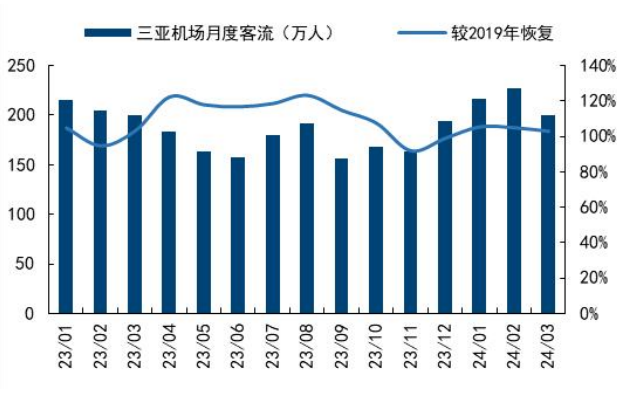
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 海南机场 Q4 收入、归母净利润及扣非净利润



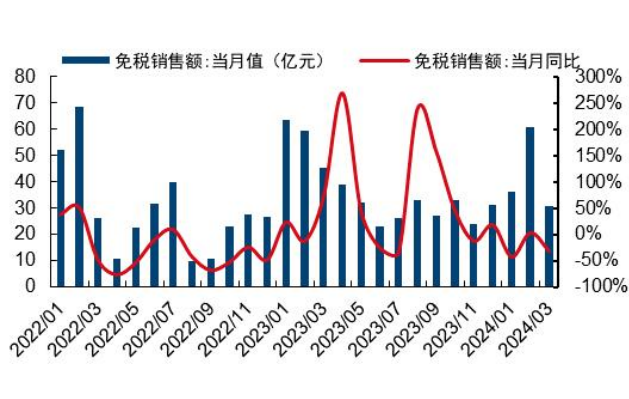
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 三亚凤凰机场月度吞吐量及较 2019 年恢复情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图4: 海南离岛免税销售变化



资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

表1: 公司免税业务收益

	2022	2023H1	2023
日月广场免税租金	0.91	0.58	0.99
美兰机场免税相关			
参股美兰机场免税店投资收益	0.45	0.63	0.67
三亚凤凰机场			
三亚机场免税店提成租金	1.39	0.84	1.59
三亚机场免税店提货点租金	0.63	0.36	0.66
三亚机场免税参股投资收益	0.07	0.15	0.15
免税相关收益估算合计	3.45	2.56	4.06

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
		2024/4/23		23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
600515.SH	海南机场	3.39	387.32	0.08	0.10	0.13	0.14	32	27	24	32	增持
601888.SH	中国中免	72.54	1,500.75	3.44	3.74	4.53	5.09	19	16	15	14	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7383	6371	6534	6414	6442	营业收入	4701	6762	7308	8128	8987
应收款项	1892	2111	2302	2561	2831	营业成本	3059	3454	3770	4151	4564
存货净额	12790	11860	12658	13925	15347	营业税金及附加	466	544	512	569	629
其他流动资产	770	887	950	1057	1168	销售费用	159	204	227	245	271
流动资产合计	24337	22234	23450	24961	26794	管理费用	712	783	864	906	975
固定资产	9687	10843	11415	11932	12408	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	2021	2240	2152	2063	1974	财务费用	596	497	501	503	546
投资性房地产	18037	18689	18689	18689	18689	投资收益	47	136	200	200	200
长期股权投资	2043	1788	1783	1777	1772	资产减值及公允价值变动	160	13	0	0	0
资产总计	56125	55795	57488	59422	61637	其他收入	66	92	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	274	379	500	500	500	营业利润	(17)	1521	1635	1955	2203
应付款项	3416	3905	4219	4642	5116	营业外净收支	2056	(34)	10	10	10
其他流动负债	7352	5240	5676	6196	6814	利润总额	2039	1487	1645	1965	2213
流动负债合计	11043	9524	10396	11338	12429	所得税费用	64	492	411	491	553
长期借款及应付债券	18825	18414	18414	18414	18414	少数股东损益	118	42	47	56	63
其他长期负债	2448	3077	3026	2975	2924	归属于母公司净利润	1856	953	1187	1418	1597
长期负债合计	21274	21491	21440	21390	21339	现金流量表 (百万元)					
负债合计	32317	31016	31836	32727	33768	净利润	1856	953	1187	1418	1597
少数股东权益	1394	1658	1700	1751	1807	资产减值准备	82	(175)	(4)	(2)	(1)
股东权益	22415	23121	23952	24944	26062	折旧摊销	433	496	521	574	615
负债和股东权益总计	56125	55795	57488	59422	61637	公允价值变动损失	(160)	(13)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	596	497	501	503	546
每股收益	0.16	0.08	0.10	0.12	0.14	营运资本变动	(4578)	(1228)	(356)	(741)	(765)
每股红利	0.07	0.06	0.03	0.04	0.04	其它	(13)	187	46	52	58
每股净资产	1.96	2.02	2.10	2.18	2.28	经营活动现金流	(2380)	221	1393	1301	1503
ROIC	-0.60%	2.24%	3%	3%	4%	资本开支	0	(1429)	(1001)	(1001)	(1001)
ROE	8.28%	4.12%	5%	6%	6%	其它投资现金流	(1502)	498	0	0	0
毛利率	35%	49%	48%	49%	49%	投资活动现金流	(698)	(677)	(995)	(995)	(995)
EBIT Margin	6%	26%	26%	28%	28%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	34%	34%	35%	35%	负债净变化	(1150)	(411)	0	0	0
收入增长	4%	44%	8%	11%	11%	支付股利、利息	(761)	(676)	(356)	(425)	(479)
净利润增长率	301%	-49%	25%	19%	13%	其它融资现金流	3286	1620	121	0	0
资产负债率	60%	59%	58%	58%	58%	融资活动现金流	(538)	(555)	(235)	(425)	(479)
股息率	2.0%	1.8%	0.9%	1.1%	1.3%	现金净变动	(3615)	(1012)	163	(120)	28
P/E	20.6	40.2	32.3	27.0	24.0	货币资金的期初余额	10998	7383	6371	6534	6414
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5	货币资金的期末余额	7383	6371	6534	6414	6442
EV/EBITDA	95.7	30.5	28.5	25.1	22.8	企业自由现金流	0	(972)	615	525	760
						权益自由现金流	0	237	360	148	351

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032